

## 論 説

# インタンジブルズと企業価値に関わる 理論的モデルの構築

伊 藤 和 憲  
関 谷 浩 行

## 目 次

### はじめに

1. インタンジブルズ
2. コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績の関係
  - 2.1 コーポレート・レピュテーションの定義
  - 2.2 コーポレート・レピュテーションと知覚した財務業績の関係
  - 2.3 コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績
3. 理論的フレームワークの展開と課題
  - 3.1 コーポレート・レピュテーションの媒介変数に関する研究
  - 3.2 コーポレート・レピュテーションの永続性に関する研究
  - 3.3 好循環の理論的フレームワーク
4. 新たな理論的フレームワークのためのディスカッション
  - 4.1 文献研究の整理
  - 4.2 新たな理論的フレームワーク
  - 4.3 アンケート調査の質問項目

### まとめ

## はじめに

企業はいろいろな活動を行って企業価値を創造している。こうした活動は、主活動と補助活動に区分することができる。主活動は、仕入先からの材料の受け入れ、この加工や組み立てによる製造活動、完成した製品やサービスを取引先や顧客に提供する活動である。また補助活動としては、人事・総務・経理と

いったスタッフ部門の活動がある。このような活動すべてを企業価値の創造に向けて方向づける必要がある。その結果として財務業績が向上する。財務業績や戦略について投資家とコミュニケーションを取ることで、投資家の信頼を得ることができる。また、従業員が満足できるような組織体制や報酬制度を構築することも重要である。経営者のビジョンを実現するために、イノベーションを通じて、効果的かつ効率的な企業経営を行う必要もある。さらに、地域社会との共生を考えて、環境責任や社会貢献を行う必要もある。このような企業活動を通じて、ステークホルダー志向で企業価値を創造するのが企業の目的である。企業価値を創造するには、インタンジブルズを持っているだけでは価値を生まないため、戦略と結びつける必要もある。要するに、企業の活動は、マネジメントコントロール・システムだけではなく、戦略によって有形資産とインタンジブルズを結びつけて企業価値を創造すると考えられる。

インタンジブルズの研究は、資源ベース (resource-based view : RBV) の戦略 (Barney, 1991), ブランド (Keller, 1998), 知的資産 (Edvinsson and Marone, 1997 ; Marr et al., 2003 ; Andriessen, 2004), コーポレート・レピュテーション (Fombrun and van Riel, 2004) といった研究が行われてきた。本稿ではコーポレート・レピュテーションを中心とした研究に焦点を当てて文献レビューを行う。

これまでのインタンジブルズと企業価値に関わる多くの研究は、インタンジブルズをコーポレート・レピュテーションに特化して、また企業価値を財務業績に限定して、財務業績とコーポレート・レピュテーションの関係を実証研究してきた (Fombrun and Shanley, 1990 ; Preston and Sapienza, 1990 ; Riahi-Belkaoui and Pavlik, 1991 ; Schulz et al., 2001 ; Sabate and Puente, 2002 ; Roberts and Dowling, 2002 ; Lee and Roh, 2012 ; Kim and Yang, 2013)。これらの実証研究から、財務業績がコーポレート・レピュテーションに影響することが証明された (Fombrun and Shanley, 1990 ; Preston and Sapienza, 1990 ; Riahi-Belkaoui and Pavlik, 1991)。また、レピュテーションが将来の財務業績に影響するという証明もすでに行われている (Roberts and Dowling, 2002)。

昨今、コーポレート・レピュテーションと財務業績の研究に新たな光が照らされるようになってきた。まず、コーポレート・レピュテーションは媒介変数であり、レピュテーションを高めるには活動がドライバーになるという研究がある (Fombrun and Shanley, 1990; Stacks et al., 2013)。また、コーポレート・レピュテーションをインタンジブルズへ拡大した意欲的研究もある (Surroca et al., 2010)。さらに、企業価値を経済価値以外へ拡張しようとする研究もある (Surroca et al., 2010; Stacks et al., 2013)。このように拡大された研究についての文献研究はいまのところまだ行われていない。こうした研究領域で文献サーベイをする意義は、これまでの理論的フレームワークの課題を明らかにして、新たな理論的フレームワークを構築するための基盤とすることにある。

本稿では、活動、戦略とマネジメント・コントロール、有形資産とインタンジブルズ、企業価値の関係に関わる価値創造のメカニズムを検討する。第1節では、方法論として資源ベースの理論に基づくインタンジブルズを紹介するとともに、会計学や管理会計でのインタンジブルズの取り扱いを明らかにする。第2節では、コーポレート・レピュテーションと財務業績の関係として、知覚した財務業績との関係を明らかにした Schultz et al. (2001) と、企業の財務業績との関係を実証した Fombrun and Shanley (1990) の研究を紹介する。第3節では、コーポレート・レピュテーションを媒介変数とすべきであると提案した Stacks et al. (2013) の研究、コーポレート・レピュテーションの永続性を実証した Roberts and Dowling (2002) の研究、これらを組み合わせて、好循環の理論的フレームワークを提示して実証した Surroca et al. (2010) の研究を紹介する。第4節では、これらの文献サーベイに基づいて、新たな理論的フレームワークを提示する。最後に、本稿をまとめる。

## 1. インタンジブルズ

Barney (1991) は、戦略論研究の立場から、資源ベースの視点 (RBV) を提唱した。彼によれば、「ある企業が、現在および潜在的な競争相手によって同時には実行されないような価値創造戦略を実行するとき、かつ他社がこうし

た戦略の便益を模倣することができないとき、企業は持続可能な競争優位を持つ」という。RBVによれば、持続的な競争優位となる内部資源かどうかは、4つの属性を持っているかどうかで決まる。価値ある資源 (valuable resources), 希少な資源 (rare resources), 模倣困難な資源 (imperfectly imitable resources), 代替し難さ (substitutability) という属性である。言い換えれば、インタンジブルズとは外部環境で機会を探究し脅威を緩和するという意味で価値ある資源、現在および潜在的な競争相手があまり保有していない資源、競争相手が簡単に模倣できない資源、こうした資源を戦略的に代替することができない資源である。RBVによれば、内部資源がこのような4つの属性を持つものがインタンジブルズである。

こうしたRBVのインタンジブルズに対して、会計学研究の立場から Lev (2001, p.5) は「イノベーション、独自の組織設計、人的資源によって生み出される物的実態を伴わない価値源泉（将来便益の請求権）のことである」と定義した。無形の価値創造の源泉であると指摘している。Levは、同義語として、知的資産、知的資本などがあり、また、インタンジブルズと無形の資産をも同義語として扱っている。彼によれば、インタンジブルズには、イノベーションというインタンジブルズの創出要因、独自のコンピタンス、人的資源からなる。たとえば、特許、ブランド、原価低減をもたらす独自の組織構造などをインタンジブルズに含めている。Levはインタンジブルズとしてストックをイメージしていると考えられる。

さらに戦略策定だけでなく、戦略の実行と結びつけるためにバランスト・スコアカード (Balanced Scorecard : BSC) を提唱した Kaplan and Norton (2004, p.xiv) もインタンジブルズを研究している。彼らによれば、インタンジブルズを「人的資本、情報資本、組織資本からなる学習と成長の視点の3つの要素」からなるとしている。企業価値創造プロセスの下支えとする学習と成長の視点こそがインタンジブルズであると解釈している。彼らはレディネスという概念を取り込んで、インタンジブルズをフローとしての活動だけでなく、ストックとしても評価することを提案している。

これに対して、インタンジブルズとは「将来の経済業績および企業価値のドライバーである物的実態を伴わない資産への支出およびその構築である」という定義もある (Ittner, 2008, p.262)。Ittner によれば、インタンジブルズは無形のバリュー・ドライバーとほぼ同義に解釈している。このことから Ittner はインタンジブルズとしてフローをイメージしていると推測できる。

ところで、Blair and Wallman (2001, pp.51-56) によれば、インタンジブルズは測定原則によって、3つのレベルに整理・区分できるという。第1のレベルは、すでにオンバランスされているもので、特許権、著作権、商標権といったように、所有可能で販売可能な資産であり、現行の法制度の下である程度定義され保護されているものである。第2のレベルは、オンバランスはされていないが資産性を認められるような開発途上の研究開発、事業上の秘密事項、ブランド、レピュテーション資産、独自の経営システムとビジネス・プロセスといったように、支配は可能だが、分離して販売できない資産である。第3のレベルは、オンバランスとは無関係なもので、人的資産、コア・コンピタンス、組織資産、関係性資産というように、企業が完全には支配することができないインタンジブルズである。Blair and Wallman の分類に基づいて、第1レベルを知的財産、第2レベルをオフバランスの無形資産、会計学から本来的な“資産”とは呼びがたい第3レベルを無形の資産というように明確に用語を区分して使うべきであろう (櫻井, 2008)。

以上より、無形の価値創造の源泉であるインタンジブルズには、のれんのような知的財産、コーポレート・レピュテーションやブランド・エクイティのようなオフバランスの無形資産、それにイノベーション、人的資産、情報資産、組織資産のような無形の資産に分類できる。本稿では、インタンジブルズとは、資産として評価されている知的財産を除いて、コーポレート・レピュテーション、イノベーション、人的資産、情報資産、組織資産で代表させる。また、インタンジブルズを、フローを導き出す活動と区別する意味でストックに限定する。

## 2. コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績の関係

本節では、コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績との関係を文献レビューする。まず、コーポレート・レピュテーションの定義をいろいろな文献で紹介し、本稿でのコーポレート・レピュテーションの立場を明らかにする。次に、コーポレート・レピュテーションと財務業績は実証的に相関がみられないが、唯一知覚した財務業績とは正の関係が見つかったという Schultz et al. (2001) の実証研究を考察する。最後に、コーポレート・レピュテーションの構築モデルを明示して、コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績が正の関係にあることを発見した Fombrun and Shanley (1990) の実証研究を紹介する。

### 2.1 コーポレート・レピュテーションの定義

コーポレート・レピュテーションに対して、Weiss et al. (1999) は、「企業に対して尊敬や関心を高く持つ程のグローバルな知覚」とみなした。同様に、Fombrun and van Riel (1997) もコーポレート・レピュテーションとは「複数のステークホルダーへの価値あるアウトカムを提供するために、企業の能力を記述する企業の過去の行動と結果の集約された表象である」と定義づけている。つまり、過去の行動が、コーポレート・レピュテーションとして表象し、これがステークホルダーへアウトカムとして提供される。コーポレート・レピュテーションは外部ステークホルダーの知覚という定義であるとしており、将来予測は含めていない。

一方、「ライバルと比較したとき主要な構成員すべてを魅了する、企業が執った過去の活動と将来予測に関わる知覚的な表象 (perceptual representation)」という定義もある (Fombrun, 1996, p.72)。この定義によれば、コーポレート・レピュテーションは外部ステークホルダーの知覚と内部の経営者と従業員の活動が含まれる。

Fombrun (1996) と同様に将来予測まで含める見解として、櫻井 (2008,

p.23) を取り上げる。櫻井によれば、コーポレート・レピュテーションとは、「経営者および従業員による過去の行為の結果、および現在と将来の予測情報をもとに、企業を取り巻くさまざまなステークホルダーから導かれる持続可能な競争優位」であると定義する。ここでは、①ステークホルダー、②過去・現在・将来、③経営者と従業員の行為（がレピュテーションを左右する）、④企業価値を増大させる、という要素を重視している。厳密に言えば、Fombrun (1996) と同じ見解をとっているわけではない（櫻井, 2011, pp.201-231）。要するに、コーポレート・レピュテーションとは内部活動の結果生じたインタangibleズの1つであり、それによってステークホルダーの知覚情報となる。本稿では、この櫻井の見解をコーポレート・レピュテーションと考えて研究を進める。

## 2.2 コーポレート・レピュテーションと知覚した財務業績の関係

デンマークの調査により、コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績との関係を研究したものにSchultz et al. (2001) の研究がある。彼女らは、企業に対する調査に基づいて回答者が持っている判断を収集・統合して形成されるレピュテーションの構成概念を研究した。具体的には、ブルセン・ニューハスマガジン誌に1986年から掲載しているデンマークの14年間のランキング・データを利用した。このレピュテーション・ランキングに用いられた評価項目は、製品品質、マネジメント、品質に対する価格、マーケティング、人的資源管理、財務上の強み、環境責任、製品開発、社会的貢献という9項目である。評価者は、経営者と財務関係のアナリストであり、5点リッカート・スケールで評価された。200社を調査したところ、14年間の間には評価項目がいろいろと変化した。64社がランキングのトップ20社に継続的にランキングされていたという。

これら64社に対して、平均ROA、企業年齢、平均従業員数、平均売上高との相関を求めたところ、企業規模を表わす平均従業員数だけがコーポレート・レピュテーションのランキングとの間で相関が見いだされた。また、1998年の

回答者が知覚した財務業績を9項目のレピュテーション評価項目と回帰分析したところ、マネジメント以外の8つの評価項目で相関があることがわかった。

Schultz et al. (2001) の実証研究から判明したのは、コーポレート・レピュテーションのランキングと財務業績は関係が見つからなかったことである。このことから、財務業績とコーポレート・レピュテーションには関係が見いだせないということになる。ただし、知覚した財務業績とは、コーポレート・レピュテーションの9項目のうち8項目で相関があった。知覚した財務業績だけがコーポレート・レピュテーションと相関があるということは、レピュテーションの評点が、財務業績の知覚に影響したという可能性も考えられる。Schultz et al. (2001) の仮説が実証できなかったのは、コーポレート・レピュテーションに関する理論的フレームワークを明示してはいないことにある (Sabate and Puente, 2002)。ここが Schultz et al. (2001) の研究の最大の課題であると考えられる。コーポレート・レピュテーションが高まれば企業の財務業績は高まるという仮説があったとは考えられるが、なぜそういえるのかに対する理論的フレームワークが必要である。

## 2.3 コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績

次に、コーポレート・レピュテーション構築についての明確な理論的フレームワークを持って実証研究した Fombrun and Shanley (1990) の研究を紹介する。彼らのレピュテーションを構築する理論的フレームワークは図表1である。この理論的フレームワークでは、聴衆 (audiences) は企業の市場、会計、制度、戦略に関するシグナルに関心を持つと仮定している。

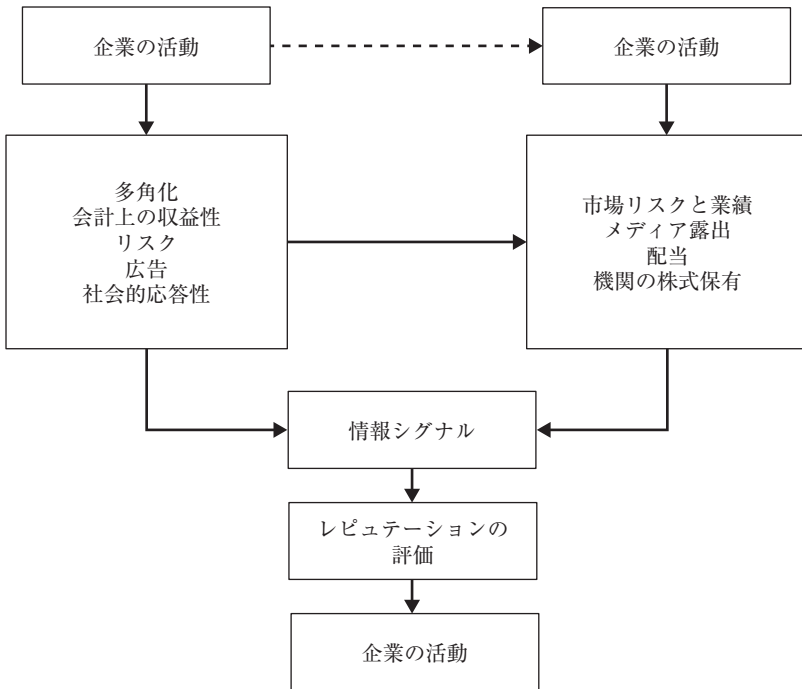
市場シグナルとは、現在の活動、結果、将来についての構成員への情報を表わす。会計シグナルとは会計データであり、企業の財務業績に関心のある構成員への明確な情報源泉となる。制度シグナルとは、機関投資家の株式保有や社会的責任、メディアでの可視化といった制度環境によって構成員の評価に影響を及ぼす。一般大衆は経営者が選択する事業戦略と企業戦略の巧拙によって企業を評価するので、戦略シグナルも重要である。要するに、コーポレート・レ



ピュテーションに対して、規模、企業の財務業績、リスク、差別化や多角化といった戦略との関係があるという理論的フレームワークの下で実証研究を行った。

コーポレート・レピュテーションは、1985年に行われたフォーチュン誌の「アメリカで最も称賛される企業」調査によるコーポレート・レピュテーションのランキング・データを従属変数として用いた。この調査は、経営品質、製品とサービスの品質、長期投資価値、革新性、財務健全性、才能ある従業員の魅了・育成・維持する度合い、企業市民と環境責任、それに企業資産の利用からなる8つの属性の質問に対して、11点リッカート・スケールで評価したものである。

図表 1 レピュテーション構築の理論的フレームワーク



出典：Fombrun and Shanley (1990)

規模は、1984年の売上高を対数変換した値とした。企業業績は、1984年度末の投下資本利益率（ROIC）、1985年の市価対簿価比率、1985年の株価配当利回りである。リスクについては、会計リスクを1975年から1983年までのROICの変動係数（標準偏差÷平均値）で測定し、また市場リスクを1985年の企業の $\beta$ で測定した。機関投資家の株式保有は、1985年の銀行、保険会社、信託会社などの機関投資家による株式保有率で測定した。可視化はメディアへの露出であり、1985年にその企業について書かれた記事数で測定した。差別化は広告費集約度と考えると、企業規模調整後の1984年広告支出総額で測定した。多角化は、COMPUSTATデータベースを用いて、1985年の財務データからセグメント別の年間売上高データを使って、 $1 - (\Sigma \text{売上高}^2) / (\Sigma \text{売上高})^2$ を計算して多角化の度合いを測定した。

557社の相関分析の結果、ROIC、差別化、規模がコーポレート・レピュテーションと正の関係にあることがわかった。また、リスクがコーポレート・レピュテーションと負の関係にあることもわかった。同様に、回帰分析の結果、ROIC、差別化、規模、機関投資家の株式保有率、市価簿価比率がコーポレート・レピュテーションと正の関係にあることがわかった。これに対して、リスク、株価配当利回り、可視化はコーポレート・レピュテーションに負の関係にあることがわかった。コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績の相関に関して、会計尺度も市場尺度も有意に関係があることが判明した。

Fombrun and Shanley (1990)の研究は、コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績に有意な相関があることを発見したという点で価値がある。それだけでなく、理論的フレームワークとしてコーポレート・レピュテーションの構築モデルを提示した。さらに、そのモデルで、企業の活動がレピュテーションに影響を及ぼしていることを明示したことも大きな貢献であると考えられる。

他方、Fombrun and Shanley (1990)の研究に限界がないわけではない。コーポレート・レピュテーションと財務業績が同時点で相関があるという結果そのものに実は大きな限界がある。コーポレート・レピュテーションを高めれ

ば将来の企業の財務業績に影響を及ぼすのか、あるいは財務業績を高めればコーポレート・レピュテーションに影響を及ぼすのかという因果関係の方向性がわからない。どのような企業活動をすべきかに示唆を与えてくれないという課題がある。

### 3. 理論的フレームワークの展開と課題

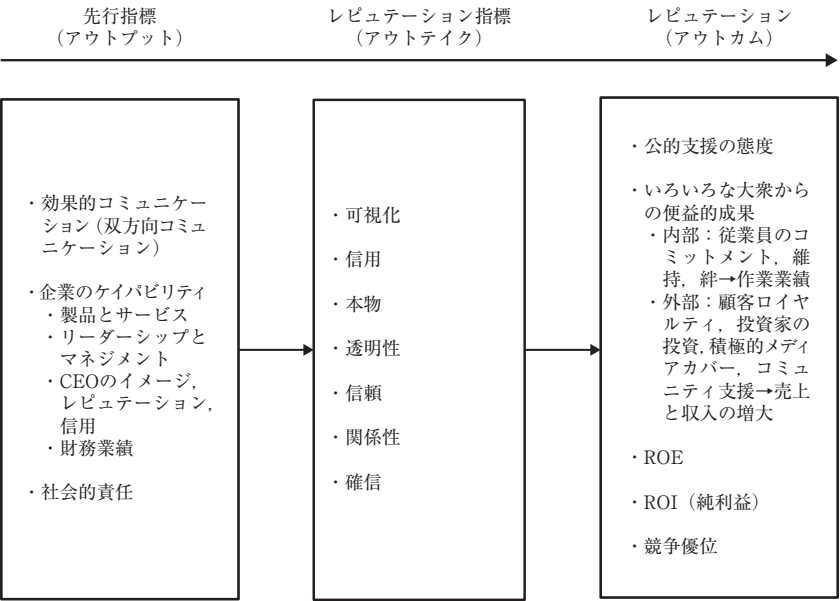
本節では、理論的フレームワークの拡張を試みた研究を整理する。まず、コーポレート・レピュテーションは媒介変数であり、コーポレート・レピュテーションを高めるには、アウトプット、アウトテイク、アウトカムを区別して測定すべきであるという主張（Stacks et al., 2013）を紹介する。次に、コーポレート・レピュテーションは永続性があることを実証した研究（Roberts and Dowling, 2002）を紹介する。最後に、好循環の理論的フレームワークを提案した研究（Surroca et al., 2010）を紹介する。好循環モデルでは、コーポレート・レピュテーションはインタングИБルズの1つであり、インタングИБルズへと拡張させて理論構築したものである。

#### 3.1 コーポレート・レピュテーションの媒介変数に関する研究

Stacks et al. (2013) は、コーポレート・レピュテーション尺度について興味深い指摘をしている。彼らはFombrun and van Riel (1997) のコーポレート・レピュテーションの定義に基づいて、コーポレート・レピュテーション尺度を3つに区分している。レピュテーション・ドライバーをアウトプット、媒介変数をアウトテイク、コーポレート・レピュテーションから生まれる成果をアウトカムと呼んだ。彼らのコーポレート・レピュテーションは媒介変数であるという理論的フレームワークを図表2に示す。

図表2より、先行指標であるアウトプット、コーポレート・レピュテーション指標であるアウトテイク、コーポレート・レピュテーションによって生まれる成果としてのアウトカムからなることがわかる。以下では、これらのコーポレート・レピュテーション尺度を明らかにする。

図表2 レピュテーションを媒介変数とする理論的フレームワーク



出典：Stacks et al. (2013)

アウトプットには、コミュニケーション、コーポレート・ケイパビリティ、社会的責任の3つの領域がある。コミュニケーションとは、企業が本物で信頼できると知覚される可能性が高まるような双方向のコミュニケーションである。コーポレート・ケイパビリティとは、高品質の製品、イノベーション、競争優位の維持を提供することである。そして社会的責任とは、企業が責任ある市民ということである。要するに、アウトプットとは、コーポレート・レピュテーション指標に影響を及ぼす企業活動から産出された指標と言い換えることができる。

コーポレート・レピュテーション指標は、可視化、信用、本物、透明性、信頼、関係性、確信という7つの項目に関わる指標で測定されなければならないという。可視化とは、ステークホルダーから見えるイメージである。信用とは、ステークホルダーによる企業の信頼できる特性と専門性の信頼度のことで

ある。本物とは、本当の本物で、正確で信頼できることである。透明性とは、誠実で尊敬でき、許容力を持つものである。信頼とは、不確実な将来の事業を信頼し、頼りにし、また関心を持って行動し続けるステークホルダーの期待である。関係性とは、ステークホルダーと企業との関係性の知覚である。確信とはステークホルダーの企業行動に対して持つ称賛、尊敬、信頼、確信を組み合わせたものである。

アウトカムは外部と内部の成果である。外部的には、コーポレート・レピュテーションが良いと、製品で顧客を魅了したり、新たな投資先として投資家を魅了し、そして好ましい報道でメディア・ジャーナリストを魅了する。内部的には、コーポレート・レピュテーションが良いと、従業員が企業の価値観を受け入れやすくなり、仕事と企業にコミットしやすくなり、そしてまた卓越した業績へと導いてくれる対話、協調、企業市民としての態度を取りやすくなる (Fombrun and van Riel, 2004) という。

以上より、Stacks et al. (2013) のコーポレート・レピュテーション指標を媒介変数とする理論的フレームワークは以下のように描くことができる。つまり、企業の様々な活動がレピュテーション指標を高め、その結果として企業の財務業績が向上したり、社会貢献ができたり、競争優位の構築につながる。この理論的フレームワークは、Kim and Yang (2013) が指摘した第2番目の拡張モデルと極めて類似したモデルである<sup>1</sup>。Kim and Yang (2013) が提示したように、いろいろな理論的フレームワークを想定することができるが、Stacks et al. (2013) のモデルはその中でも卓越したものと考えられる。

Stacks et al. (2013) は、彼らの研究の結論で、これまで多くの研究は理論的フレームワークを検討せずに実証研究していることを批判した。つまり、

---

1 Kim and Yang (2013) は、活動がレピュテーションに影響を媒介として企業の利益になるという Kim (2001) のモデルに対して5つの拡張モデルを明らかにしている。第1は、ステークホルダーがそれぞれのレピュテーションを表わし、それらが統合されて企業の利益となるというモデルである。第2のモデルは、いろいろな活動がレピュテーションとブランド・エクイティを媒介し、企業の利益が得られるというものである。他にもあるが、詳細は彼らの論文を参照いただきたい。

「因果モデルを意味する構造方程式モデル（SEM）を通して試行されてきたが、仮説モデルをベースにする基本的な理論モデルはほんのわずかしが存在していない」として、理論的フレームワーク研究の重要性を訴えた。彼らの研究は、コーポレート・レピュテーションを媒介変数であると考えた。また、アウトカムとして、企業の財務業績だけでなく、公的支援に対する態度という社会的責任を扱った。さらに、従業員と顧客、競争優位といったアウトカムを取り扱っている点は、極めて優れた研究であると言える。

Stacks et al. (2013) の研究にも課題がある。第1に、先行指標をアウトプットと呼ぶことができるのだろうか。特に、効果的コミュニケーションはアウトプットといえるのか問題である。また、先行指標で出てくる財務業績と、アウトカムとしてのレピュテーションで出てくる ROE, ROI の関係は理解しにくい。第2に、アウトプットは活動から生まれた数値ではあるが、活動を無視してアウトプットを取り扱っている。第3に、アウトテイクはレピュテーション・インスティテュート社の RepTrak<sup>®</sup> Pulse にある4つの感情尺度（感覚、尊敬、称賛、信頼）に類似する概念である（Ponzi et al., 2011）。このアウトテイクをアウトカムの媒介変数としているが、アウトテイクがどうしてアウトカムの媒介となりうるのかについては必ずしも明示的ではない。第4に、彼らは理論的フレームワークを提示しただけで、実証しているわけではない。また、提示した理論的フレームワークにもいかに実証するのかという課題がある。

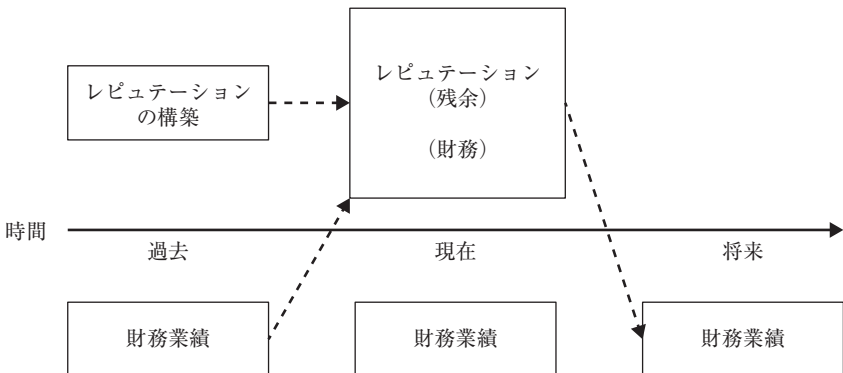
### 3.2 コーポレート・レピュテーションの永続性に関する研究

コーポレート・レピュテーションと財務業績の関係に関する因果関係の研究について、Sabate and Puente (2002) のメタ分析に基づく文献研究は極めて傾聴に値する。彼らによれば、McGuire et al. (1990) は、過去の財務業績（1982年から1984年の負債資産比率と資産利益率）が現在のコーポレート・レピュテーション（1983年のフォーチュン誌に掲載されたコーポレート・レピュテーションのランキング）に影響を及ぼしていることを実証した。また、

Dunbar and Schwalbach (2000) は、2 年前のコーポレート・レピュテーション資産が現在のレピュテーションを決定づけていることを発見した。他方、イベント・スタディによって、Chung et al. (1999) は、過去の市場価値の変化という経済的イベントがコーポレート・レピュテーションの順位に影響を及ぼしたが、将来の財務業績のシグナルにはならないとした。メタ分析の結果、このような混乱した状況にあるのは、理論的フレームワークが確立されていないからであると結論づけた (Sabate and Puente, 2002)。

この因果関係に関する理論的フレームワークに対して、1 つの解を提示したのが Roberts and Dowling (2002) の研究である。彼らは先行研究として、すでに概説した Fombrun and Shanley (1990) などを取り上げて、コーポレート・レピュテーションと予想便益に関係があると指摘している。ところが、持続的な財務業績に影響を及ぼすかどうかはその証拠がなかったと指摘した。Roberts and Dowling (2002) の研究目的は、図表 3 に示すようなコーポレート・レピュテーションの永続性に関わる実証研究である。図表 3 より、コーポレート・レピュテーションを財務的レピュテーションとその残余とに分割するとともに、過去の財務業績、現在のコーポレート・レピュテーション、将来の財務業績の関係を理論的フレームワークとして構築していることがわかる。

図表 3 レピュテーションの永続性の理論的フレームワーク



出典：Roberts and Dowling (2002)

仮説検証に使用したデータは、コーポレート・レピュテーションと財務業績に関わるものである。コーポレート・レピュテーションのデータは、フォーチュン誌が行っている「アメリカで最も称賛される企業」で、1984年から1998年までのランキング・データを用いた。評価項目はFombrun and Shanley (1990)の研究で既述した通り8項目である。他方、財務データは、総資産税引後利益率 (ROA)、市価対簿価比率、売上高による企業規模である。

分析の結果、前期の財務業績が当期のコーポレート・レピュテーションに影響するというコーポレート・レピュテーションの永続性を発見した。レピュテーションを財務レピュテーションとそれ以外の残余レピュテーションに区分することで、前期の財務業績は、財務と残余のレピュテーションにそれぞれ永続することがわかった。また、財務レピュテーションはROAの永続性に有意に正であり、また残余レピュテーションもROAの永続性に有意に正となった。残余レピュテーションが良い企業は、ROAが徐々に悪くなる。他方、平均以下の業績の企業では、ROAの効果がすぐになくなってしまいうこともわかった。

Roberts and Dowling (2002)の研究は、2つのメリットがある。第1は、過去の財務業績が現在のコーポレート・レピュテーションに影響を及ぼすことを証明した点である。第2は、現在のコーポレート・レピュテーションが将来の財務業績に影響を及ぼすことも証明した。この第2の証明はこれまでの研究では証明されていなかった点である。要するに、コーポレート・レピュテーションの永続性というRBVの理論的フレームワークを構築し、その仮説を証明した点にRoberts and Dowling (2002)の貢献がある。

他方、Roberts and Dowling (2002)の研究に問題がないわけではない。レピュテーションの永続性という研究課題にその限界を見出すことができる。企業の過去の財務業績がコーポレート・レピュテーションを通じて将来の財務業績に影響を及ぼすという前提であるが、レピュテーションに影響を及ぼすのは過去の財務業績だけでなく、企業の活動こそが大きく影響すると考えられる。また、コーポレート・レピュテーションだけが将来の財務業績に影響を及ぼす



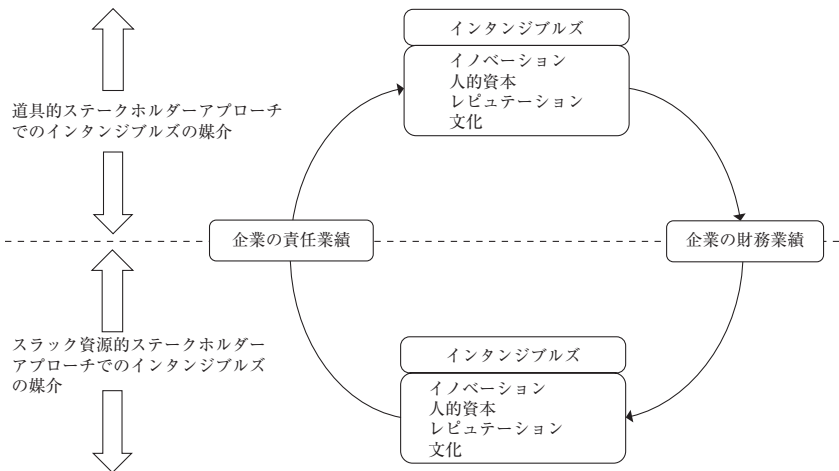
と仮定しているが、イノベーションや人的資産、情報資産、組織資産といったインタングИБルズの影響を無視できない。さらに、財務業績を向上するという利益最大化仮説もしくは株主の富極大化仮説が暗黙の前提として存在している点にも問題がある。企業の価値創造はいまやステークホルダー志向で捉えるべきである。

### 3.3 好循環の理論的フレームワーク

コーポレート・レピュテーションは媒介変数であると主張した Stacks et al. (2013) と、コーポレート・レピュテーションの永続性を主張した Roberts and Dowling (2002) を組み合わせて、Surroca et al. (2010) は、図表4のような好循環の理論的フレームワークを提示した。

Surroca et al. (2010) の理論的フレームワークのメリットは、これまでの研究をまとめたというだけでなく、コーポレート・レピュテーションからインタングИБルズの研究へとその範囲を拡大した点にある。また、彼らの理論的フレームワークは、企業の責任業績が、インタングИБルズを用いて企業の財務業

図表4 好循環の理論的フレームワーク



出典：Surroca et al. (2010)

績を向上するというインタンジブルズの道具的アプローチ (Donaldson and Preston, 1995) と、企業の財務業績によるスラック資源によって企業の責任業績を向上させる分野に投資させてくれるというスラック資源理論 (Waddock and Graves, 1997) を結合したものである。

Surroca et al. (2010) によれば、インタンジブルズはイノベーション、人的資本、コーポレート・レピュテーション、文化からなる。道具的アプローチについて検討すると、研究開発に社会と環境の戦略が加わって企業の社会的業績が高まれば、製品、新技術、新市場といったイノベーションが創造される。また、企業の責任業績が向上すると求職者を魅了し雇用が維持でき、その結果として研修費が抑えられる。あるいは、企業の社会的業績を支援することでコーポレート・レピュテーションが向上し、このレピュテーションの構築により収益性が維持できる。組織文化についても同様の関係がいえる。要するに、企業の責任業績がインタンジブルズに影響し、これが結果として企業の財務業績に影響するという道具的アプローチの仮説が導かれる。

スラック資源アプローチについては、企業の内部資金を確保できると、それを製品イノベーションやプロセス・イノベーションに投資することができ、それが製品への責任帰属をもたらし、責任ある生産実務を実施できる。また、企業業績が良好だと、スラック資源を合意形成した人的資源へと投資することができ、その結果として社会的応答性、権限委譲、協働といった企業の責任業績が高まる。企業の財務業績を高めることで、企業戦略が効果的かつ経営が効率的で、また資源配分がうまくいってコーポレート・レピュテーションが良好になり、その結果としてステークホルダーの信頼形成を刺激するといった企業の責任業績が高まる。財務的な成功は内部プロセスの再構築を行うことで人間性豊かな文化を創造してくれる。要するに、企業の財務業績を高めるとインタンジブルズが増え、その結果として企業の責任業績が向上する。

道具的アプローチとスラック資源アプローチにより、企業は好循環のサイクルを回すことができる。この仮説を実証するために、企業の責任業績については、社会責任投資会社の1つである Sustainalytics 社の Sustainalytics Platform

データベース（2002年から2004年）を利用した。また、企業の財務業績にトービンの $q$ を用いた。インタンジブルズのうちイノベーションは従業員当たり研究開発費、人的資源と文化はSustainalytics Platformデータベース、コーポレート・レピュテーションはフォーチュン誌の「世界で最も称賛される企業」の調査データを用いた。それ以外にも、有形資産として、物的資産（＝（総資産－流動負債）÷総資産）、レバレッジ（＝自己資本÷負債）、金融資産（＝キャッシュフロー÷売上高）を測定した。コントロール変数は、従業員数による規模、 $\beta$ によるリスク、産業・国・年度である。

Surroca et al. (2010) は、構成概念の多重共線性を抑え、また因果関係の逆問題を対処するとともに、観測困難な異質性と業績との関係という内生性の問題をコントロールするために、2段階モデルを用いて分析した。第1段階は、企業の財務業績の残差から企業の責任業績の残差を推定し、また企業の責任業績の残差から企業の財務業績の残差を推定した。第2段階では、1期遅らせて、それぞれの残差を推定した。

分析の結果、多重共線性は見つからなかった。企業の責任業績はイノベーション、人的資本、コーポレート・レピュテーション、それに文化との間で正の相関があり、かつ企業の責任業績と企業の財務業績にも正の相関があった。しかし、インタンジブルズを回帰式に取り込んで企業の責任業績のスラック資源とすると、企業の責任業績と企業の財務業績との関係がなくなった。このことから、企業の責任業績と企業の財務業績をインタンジブルズが媒介するという道具的アプローチが証明された。

同様に、企業の財務業績はイノベーション、人的資源、コーポレート・レピュテーション、文化と正の相関があり、かつ企業の財務業績は企業の責任業績と正の相関があった。また、インタンジブルズを回帰式に取り込んで企業の財務業績の道具とすると、企業の財務業績と企業の責任業績との関係がなくなった。つまり、スラック資源アプローチが証明された。以上の道具的アプローチとスラック資源アプローチが証明されたことから、好循環の理論的フレームワークの仮説が証明された。

Surroca et al. (2010) の研究は、好循環という理論的フレームワークを設定し、これを証明した点が最大の貢献である。また、コーポレート・レピュテーションと企業価値との関係をインタンジブルズと企業価値との関係へと発展させたことの意義も大きい。さらに、企業価値として財務業績と責任業績、言い換えれば、経済価値と社会価値を捉えてモデルを構築した点にある。

Surroca et al. (2010) の研究に限界が3つある。第1は、企業価値を経済価値と社会価値だけを取り上げている点である。ステークホルダーには、投資家、従業員や経営者、取引先や顧客、地域社会などがあり、これをすべて考慮に入れる必要がある。言い換えれば、従業員と経営者、取引先や顧客を無視した点は企業価値として問題があると考えられる。第2に、スラック資源アプローチにインタンジブルズが媒介変数として関わるというのが、どのような関わりがあるのか明確ではない。むしろ、スラック資源を活動へ投資すると考えるべきで、活動を明示していないためにインタンジブルズと活動の混乱が生じたのではないかと考えられる。第3に、道具的アプローチでいえば、責任業績が原因で財務業績が結果であるという前提に対して問題がある。責任業績も財務業績も結果であり、原因は活動にあると考えるべきであろう。

#### 4. 新たな理論的フレームワークのためのディスカッション

ここまでの文献研究に基づいて、理論的フレームワークに関するいくつかの研究成果を整理して、それぞれの理論的フレームワークの優れた点を明らかにする。また、Surroca et al. (2010) の研究の課題を検討する。その上で、彼らの課題を解決する新たな理論的フレームワークを提示する。

##### 4.1 文献研究の整理

コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績の関係に関する研究は、Shultz et al. (2001) のように当初は両者の相関関係が取り扱われていた。ハロー効果という点から考えると、財務業績がコーポレート・レピュテーションに影響を及ぼすことが理解できる。その後、資源ベースの視点に基づいて、

コーポレート・レピュテーションが財務業績に影響を及ぼすのかという研究が進められてきた。ところが、理論的フレームワークがないまま相関分析や回帰分析が行われてきたために、必ずしも一貫した結論に至らなかった (Sabate and Puente, 2002)。

理論的フレームワークは、Fombrun and Shanley (1990) により、企業の活動がいろいろなシグナルとしてステークホルダーに届けられ、これがコーポレート・レピュテーションを構成し、それが次の活動へとつながっていくというモデルが構築された。ここで重要と考えられるのは、活動の結果としてコーポレート・レピュテーションに影響を及ぼすということである。

次に、Stacks et al. (2013) の研究によって、コーポレート・レピュテーションはアウトプットとアウトカムを媒介する変数であるという理論的フレームワークを提示された。言い換えれば、活動の結果として生まれるアウトプットと、コーポレート・レピュテーションの結果として生成されるアウトカムの媒介変数がコーポレート・レピュテーションであるという理論的フレームワークである。

また、コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績の因果関係に関わる課題は、財務業績がコーポレート・レピュテーションに影響を及ぼすというエビデンスがあるかと思えば、コーポレート・レピュテーションが財務業績に影響を及ぼすというエビデンスもあり、一貫性がなかった。これに対して Roberts and Dowling (2002) は、コーポレート・レピュテーションに永続性があるとする理論的フレームワークを設定して実証研究を行った。その結果、過去の財務業績が現在のコーポレート・レピュテーションに影響し、その現在のコーポレート・レピュテーションが将来の財務業績に影響することを明らかにした。コーポレート・レピュテーションの永続性を証明したことは、この研究領域のターニング・ポイントであった。

最後に、Stacks et al. (2013) のコーポレート・レピュテーションが媒介変数であるという研究成果と、Roberts and Dowling (2002) のコーポレート・レピュテーションは永続性があるという研究成果を組み合わせ、好循環モデ

ルとして理論的フレームワークを構築したのが、Surroca et al. (2010) の研究である。彼らの研究は、コーポレート・レピュテーションと企業の財務業績という従来の研究を、企業の責任業績、インタンジブルズ、企業の財務業績という関係に発展させた。つまり、活動の結果としての責任業績がコーポレート・レピュテーションを含むインタンジブルズを媒介変数として財務業績に影響を及ぼすという道具的アプローチを証明した。このことは、資源ベースの理論が提示した企業の競争優位が持続可能な財務業績をもたらすという仮説を実証したことになる。同時に、財務業績のスラック資源によって責任業績を向上するような活動へ投資するというスラック資源アプローチも証明した。

Surroca et al. (2010) の理論的フレームワークはこれまでの理論モデルの中で最も拡張されたモデルであることがわかった。ところが、いくつか疑問な点もある。第1は媒介変数についての疑問である。道具的アプローチでインタンジブルズを媒介変数とした点は Stacks et al. (2013) や Kim and Yang (2013) と同様である。ところが、スラック資源アプローチではインタンジブルズが媒介変数であることは明示されていない。スラック資源アプローチでは、スラック資源をインタンジブルズへ投資するとしているだけで、財務業績と責任業績を媒介するという位置づけについては必ずしも言及しているわけではない。インタンジブルズへの投資ではなく、活動への投資によってインタンジブルズが構築されると考えるべきである。

第2に、インタンジブルズを構築する企業の様々な活動を考慮していないという課題がある。Fombrun and Shanley (1990) は、活動がドライバーとなってインタンジブルズ（レピュテーション）を構築するというモデルを構築している。Surroca et al. (2010) の理論モデルはこの活動を無視しており、単に、指標間の関係を明らかにしたものでしかない。また、企業の責任業績のためにだけ活動が行われるようなスラック資源アプローチの指摘は、必ずしも納得いくものではない。スラック資源アプローチでは、企業活動は責任業績だけでなく財務業績のためにも行われる点を考慮していない。

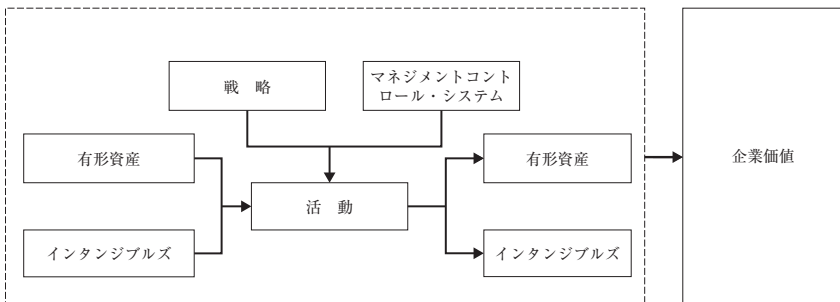
第3に、企業価値の概念に対して、異なる考えもあり得る。Kim and Yang

(2013) と Lee and Roh (2012) の理論モデルは、企業の財務業績を向上することが企業の目的であるという位置づけである。また、資源ベースの理論に基づく Roberts and Dowling (2002) の研究も、企業は将来の財務業績を向上するために現在のコーポレート・レピュテーションを高めるという前提が示唆される。これに対して Surroca et al. (2010) の理論モデルは、好循環のサイクルの下で企業の責任業績と企業の財務業績をいずれも向上することが前提となっている。このような企業価値観は Porter and Kramer (2002, 2006, 2011) が共有価値 (shared value) と命名したものに近似している。ところで、Stacks et al. (2013) の企業価値観は、アウトカムとして明らかにしているように、財務業績と社会貢献だけでなく、従業員や顧客なども考慮したステークホルダー志向であることが特徴である。Stacks et al. (2013) が指摘したように、組織価値や顧客価値を無視して企業価値観を構築することは大きな問題であると考えられる。

#### 4.2 新たな理論的フレームワーク

文献サーベイの成果として、我々は図表5のような理論的フレームワークを提案する。図表5は、先行研究のメリットを生かしながらも、Surroca et al. (2010) のデメリットを改善したものである。

図表5 新たな理論的フレームワーク (全体モデル)



出典：著者作成

このモデルは、企業が期首の有形資産とインタンジブルズを用いて、戦略とマネジメント・コントロールに基づいて活動した結果、期末の有形資産とインタンジブルズが形成される。このような有形資産とインタンジブルズ、その増減を左右することで企業価値が構築できるとするものである。ここで戦略に関して指摘すれば、Miles and Snow (1978) が指摘するように、攻撃型戦略と防衛型戦略とでは活動の仕方が異なる。また、マネジメントコントロール・システムは戦略にフィットしたものである必要がある。このモデルの特徴としては、活動が有形資産とインタンジブルズのドライバーになっていること、有形資産とインタンジブルズだけでなく、戦略に基づく活動も企業価値の媒介変数であること、企業の目的は企業価値の向上であること、などがある。

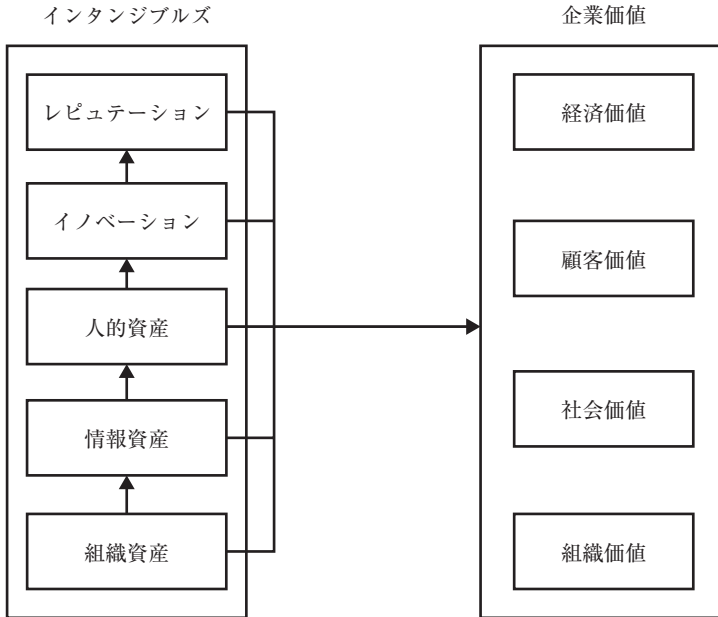
図表5の理論モデルは、Fombrun and Shanley (1990) のレピュテーション・モデルが活動によってレピュテーションを構築するように、活動が有形資産とインタンジブルズを構築すると考えている。また、Stacks et al. (2013) の媒介変数モデルのようなアウトテイクという媒介変数は採用せず、有形資産とインタンジブルズなどが企業価値に影響を及ぼすと考えた。これまでの先行研究では明示していないが、有形資産とインタンジブルズのストックは期首と期末に区分することで、活動というフローとは異なることを明らかにした。この活動に影響を及ぼすのが戦略であるが、この戦略について先行研究では取り扱われてこなかった。

図表5は全体モデルであり、これを実証するには大規模な調査が必要である。このモデルを細分化して、いくつかの要因間の因果関係のまとめごとを検証を重ねた上で、最終的に実証することの方が効果的である。そこで本稿では、インタンジブルズが企業価値にどのような影響を及ぼすかに限定した研究を想定している。このようなインタンジブルズと企業価値との関係に焦点を当てて、実証研究のための部分モデルを図表6のように提示する。

図表6は、インタンジブルズが企業価値のドライバーとなっているというモデルである。図表6の部分モデルはSurroca et al. (2010) の好循環モデルと同様に、インタンジブルズが企業価値のドライバーである。相違点は、企業価値



図表 6 部分モデルのフレームワーク



出典：著者作成

を社会的業績と財務業績に区分しているのに対して図表 6 は、経済価値、顧客価値、社会価値、組織価値の混合された価値であると考えている。また、Surroca et al. (2010) のインタンジブルズを媒介とした好循環モデルでは、企業価値の創造が企業の究極的目的とはなっていない。図表 6 は、企業の目的は価値創造としての企業価値にあると考えている点も違いである。期首と期末の資産とインタンジブルズが循環していくが、企業価値は循環サイクルとは一線を画している。

インタンジブルズは、投資家や顧客、消費者、仕入先、従業員といったステークホルダーからの評判であるレピュテーション、このレピュテーションを構築するためのビジネス・プロセスの革新であるイノベーション、そのイノベーションを下支えする人的資産、情報資産、組織資産からなる。Kaplan and Norton (2004) はインタンジブルズを人的資産、情報資産、組織資産に限定

しているが、レピュテーションとイノベーションをインタンジブルズに含めることに異論はないであろう。しかし、Kaplan and Norton (2004) の戦略マップの4つの視点を考慮に入れて、レピュテーションは財務と顧客の視点のストック、イノベーションは内部プロセスの視点のストック、人的資産、情報資産、組織資産は学習と成長の視点のストックという対応関係にある。

企業価値は経済価値とする主張 (McKinsey & Company Inc., 2000 : 訳書 p.17) が欧米の研究者の間では主流である。これに対して Porter and Kramer (2002, 2006, 2011) の共有価値は、CSR という社会的責任を取り入れた経済価値の追求である。CSR という社会価値と経済価値の和集合というわけではなく、経済価値を生み出す社会価値の追求、つまり部分集合である。こうした主張もあるが、我々の提唱する企業価値 (伊藤他, 2014) は、経済価値、顧客価値、社会価値、組織価値のすべてを追求することである。共有価値とは違って、顧客価値と組織価値を明示的に扱い、また、経済価値と CSR の部分集合ではなく、和集合であると捉えている。

#### 4.3 アンケート調査の質問項目

実証研究に備えてアンケート調査の質問項目を明らかにする。ここでもインタンジブルズと企業価値に区分して調査項目を検討する。

インタンジブルズのレピュテーションは、レピュテーション・インスティテュート社の RepTrak<sup>®</sup> の7つの評価項目 (Ponzi et al., 2011) により、以下のような質問とした。

- ・製品・サービスの機能が同業他社より高い企業と評価されていますか
- ・革新性が同業他社より高い企業と評価されていますか
- ・財務業績が同業他社より高い企業と評価されていますか
- ・リーダーシップが同業他社より高い企業と評価されていますか
- ・ガバナンスが同業他社より高い企業と評価されていますか
- ・市民性が同業他社より高い企業と評価されていますか
- ・職場環境が同業他社より高い企業と評価されていますか

次に、イノベーションはSchumpeter（1926：訳書 pp.182-183）が新商品、新生産方法、新供給源、新販路、新組織形態と例示して、すべての経営活動を取り上げている。一般的にはプロダクトイノベーションとプロセス・イノベーションに分けられる（小田切, 2010, p.190）。

本稿では、ビジネス・プロセスの革新として捉えて、以下のような質問とした。

- ・ 研究開発力が同業他社より優れた企業ですか
- ・ 製品への応用技術力が同業他社より高い企業ですか
- ・ 製品開発力が同業他社より高い企業ですか
- ・ プロセス革新が同業他社より高い企業ですか
- ・ 物流革新が同業他社より高い企業ですか
- ・ 営業の革新が同業他社より高い企業ですか

人的資産、情報資産、組織資産については、Kaplan and Norton（2004）が取り上げている要因を取り上げた。まず、人的資産の質問は以下である。

- ・ 研究能力を持った従業員が同業他社より多くいる企業ですか
- ・ 応用技術力を持った従業員が同業他社より多くいる企業ですか
- ・ 製品開発力を持った従業員が同業他社より多くいる企業ですか
- ・ 製造プロセスのスキルを持つ従業員が同業他社より多くいる企業ですか
- ・ 物流スキルを持った従業員が同業他社より多くいる企業ですか
- ・ 営業スキルを持つ従業員が同業他社より多くいる企業ですか

情報資産の質問は以下である。

- ・ 情報技術が同業他社より柔軟性に寄与する企業ですか
- ・ 情報技術が同業他社より俊敏性に寄与する企業ですか
- ・ トランザクション処理が同業他社より迅速な企業ですか
- ・ 分析アプリケーションが同業他社より機能している企業ですか
- ・ 変革アプリケーションの効果が同業他社より高い企業ですか
- ・ 情報技術への投資が同業他社より多額の企業ですか

最後に、組織資産の質問は以下である。

- ・魅力的なリーダーが同業他社より多くいる企業ですか
- ・卓越したマネジメントが同業他社より実践されている企業ですか
- ・同業他社より将来への明確なビジョンがある企業ですか
- ・同業他社より企業理念が浸透している企業ですか
- ・同業他社より従業員への報酬が公平な企業ですか
- ・同業他社より従業員の福利厚生がよい企業ですか
- ・同業他社より従業員の雇用機会が均等な企業ですか

企業価値の質問は、4つの価値観を別々に調査する。経済価値は、以下の質問である。

- ・経常利益や当期利益が同業他社より高いと思いますか
- ・投資利益率（ROI）が同業他社より高いと思いますか
- ・売上高利益率が同業他社より高いと思いますか
- ・株式時価総額が同業他社より高いと思いますか
- ・自己資本利益率（ROE）が同業他社より高いと思いますか
- ・将来キャッシュフローが同業他社より多額にあると思いますか

顧客価値の質問は以下である。

- ・取引先の信頼度が同業他社より高いと思いますか
- ・消費者の信頼度が同業他社より高いと思いますか
- ・仕入先の信頼度が同業他社より高いと思いますか
- ・取引先の満足度が同業他社より高いと思いますか
- ・消費者の満足度が同業他社より高いと思いますか
- ・仕入先からの評価が同業他社より高いと思いますか

社会価値の質問は以下である。

- ・従業員のコンプライアンス順守度が同業他社より高いと思いますか
- ・経営者の倫理感が同業他社より高いと思いますか
- ・事業の公正性が同業他社より高いと思いますか
- ・企業のガバナンスが同業他社より良く効いていると思いますか
- ・環境負荷の抑制度が同業他社より高いと思いますか

- ・地域への貢献度が同業他社より高いと思いますか

組織価値の質問は以下である。

- ・従業員の満足度が同業他社より高いと思いますか
- ・従業員のモチベーションが同業他社より高いと思いますか
- ・従業員の公平感が同業他社より高いと思いますか
- ・リーダーシップの能力が同業他社より高いと思いますか
- ・組織の一体感が同業他社より高いと思いますか
- ・組織文化の共有度が同業他社より高いと思いますか

## まとめ

本稿では、企業活動、インタンジブルズ、企業価値の関係に関する文献サーベイを行った。取り上げた文献は理論研究、実証研究、メタ分析である。文献サーベイの結果、理論的フレームワークの研究があまりないために、仮説検証に異なる結果が明らかにされてきた。理論的フレームワークとしては、レピュテーションの構築モデル、レピュテーションの媒介変数モデル、レピュテーションの永続性モデルなどがあった。最も優れているモデルとして、好循環モデルが提案されている。

好循環モデルは、企業の責任業績と財務業績の媒介変数としてインタンジブルズがあるというモデルである。しかし、3点の課題があることがわかった。スラック資源アプローチにインタンジブルズはどのように関わるのか、活動を考慮していない、企業価値を共有価値観としているが、組織価値や顧客価値を無視しているという点である。

これらを改善するために、新たな理論的フレームワークを提案した。企業は様々な活動を行っているが、これらの活動は戦略に基づいて、有形資産とインタンジブルズを用いて行われる。その結果として期末の有形資産とインタンジブルズが構築される。この有形資産とインタンジブルズが好循環のサイクルを回転していったら、企業価値が創造されるという全体モデルである。これを実証するために、部分モデルを構築した。インタンジブルズが企業価値に影響を及

ほすかというモデルである。

本稿の限界と将来の研究について最後に指摘する。本稿は文献サーベイと理論的フレームワークを提示するところまでを行った。過去の理論的フレームワークを参考にして、優れている部分は取り入れた。これまでのモデルを改善したとはいえ、新たに提示した理論的フレームワークが正しいという保証はない。将来の研究として、部分モデルの仮説検証を積み重ねて行って、最終的な全体モデルの仮説検証をしなければならない。

## 謝辞

本研究は JSPS 科研費 26380618 の助成を受けたものである。

## 参考文献

- Andriessen, D. (2004) IC Valuation and Measurement: Classifying the State of the Art, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5, No. 2, pp.230-242.
- Barney, J. (1991) Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, pp.99-120.
- Blair, M. M. and S. M. H. Wallman (2001) *Unseen Wealth*, Brookings Institution Press, Washington, D. C. (広瀬義州訳 (2002) 『ブランド価値評価入門』中央経済社).
- Chung, S. Y., T. Schneeweis, and K. Eneroth (1999) Corporate Reputation and Investment Performance: The UK and US Experience, *SSRN Electronic Paper Collection*.
- Donaldson, T. and L. Preston (1995) The Stakeholder Theory of The Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, *Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, pp.65-91.
- Dunbar, R. L. M. and J. Schwalbach (2000) Corporate Reputation and Performance in Germany, *Corporate Reputation Review*, Vol. 3, No. 2, pp.115-123.
- Edvinsson, L. and M. S. Malone (1997), *Intellectual Capital*, HarperCollins Publishers, Inc (高橋透訳 (1999) 『インテレクチュアル・キャピタル』日本能率協会マネジメントセンター).
- Fombrun, C. J. (1996) *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*, Harvard Business School Press.
- Fombrun, C. and M. Shanley (1990) What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy, *Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, pp.233-258.
- Fombrun, C. J. and C. van Riel (1997) The Reputation Landscape, *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, No. 1, pp.5-13.

- Fombrun, C. J. and C. van Riel (2004) *Fame and Fortune, How Successful Companies Build Winning Reputation*, Pearson Education, Inc.
- Iftner, C. D. (2008) Does measuring intangibles for management purposes improve performance? A review of the evidence, *Accounting and Business Research*, Vol. 38, No. 3, pp.261-272.
- Keller, K. L. (1998) *Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity*, Prentice Hall (恩蔵直人・亀井明宏訳 (2002) 『戦略的ブランド・マネジメント』東急エージェンシー).
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton (2004) *Strategy Maps: Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*, Harvard Business School Press (櫻井通晴・伊藤和憲・長谷川恵一監訳 (2005) 『戦略マップ』ランダムハウス講談社).
- Kim, Y. (2001) The Economic Value of Public Relations, *Journal of Public Relations Research*, No. 13, pp.3-26.
- Kim, Y. and J. Yang (2013) Cooperate Reputation and Return on Investment (ROI) : Measuring the Bottom-Line Impact of Reputation, in *The Handbook of Communication and Corporate Reputation*, First Edition, edited by Craig E. Carroll, John Wiley & Sons, pp.574-589.
- Lee, J. and J. J. Roh (2012) Revisiting Corporate Reputation and Firm Performance Link, *Benchmarking: An International Journal*, Vol. 19, No. 4/5, pp.649-664.
- Lev, B. (2001), *Intangibles: Management Measurement, and Reporting*, Brookings Institution Press, Washington, D. C. (広瀬義州・桜井久勝監訳 (2002) 『ブランドの経営と会計』東洋経済新報社).
- Marr, B., D. Gray, and A. Neely (2003) Why do Firms Measure Their Intellectual Capital?, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, No. 4, pp.441-463.
- McGuire, J. B., T. Schneeweis, and B. Branch (1990) Perceptions of Firm Quality: A Cause or Result of Firm Performance?, *Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, pp.167-180.
- McKinsey & Company, Inc. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd ed. (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳 『企業価値評価—バリュエーション：価値創造の理論と実践—』).
- Miles, R. E. and C. C. Snow (1978) *Organizational Strategy, Structure and Process*, McGraw-Hill.
- Ponzi, L. J., C. J. Fombrun, and N. A. Gardberg (2011) RepTrak™ Pulse: Conceptualizing and Validating a Short-Form Measure of Corporate Reputation, *Corporate Reputation Review*, Vol. 14, No. 1, pp.15-35.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer (2002) The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy, *Harvard Business Review*, Dec., pp.56-68 (沢崎冬日訳 (2003) 「競争優位のフィランソロピー」『Diamond Harvard Business Review』March, pp.24-43).
- Porter, M. E. and M. R. Kramer (2006) Strategy and Society: The Link Between Com-

- petitive Advantage and Corporate Social Responsibility, *Harvard Business Review*, Dec., pp.78-92 (村井裕 訳 (2008) 「競争優位の CSR 戦略」『Diamond Harvard Business Review』Jan., pp.36-52).
- Porter, M. E. and M. R. Kramer (2011) Created Shared Value, *Harvard Business Review*, Jan.-Feb., pp.62-77 (編集部 訳 (2011) 「共通価値の戦略」『Diamond Harvard Business Review』June, pp.8-31).
- Preston, L. E. and A. L. Sapienza (1990) Stakeholder Management and Corporate Performance, *The Journal of Behavioral Economics*, Vol. 19, No. 4, pp.361-375.
- Riahi-Belkaoui, A. and E. Pavlik (1991) Asset Management Performance and Reputation Building for Large US Firms, *British Journal of Management*, Vol. 2, pp.231-238.
- Roberts, P. W. and G. R. Dowling (2002) Corporate Reputation and sustained superior Financial Performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, pp.1077-1093.
- Sabate, J. M. F. and E. Q. Puente (2002) Empirical Analysis of the Relationship between Corporate Reputation and Financial Performance: A Survey of the Literature, *Corporate Reputation Review*, Vol. 6, No. 2, pp.161-177.
- Schumpeter, J. A. (1926) *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl. (塩野谷祐一, 中山伊知郎, 東畑精一 訳 (2015) 『経済発展の理論 (上)』岩波文庫).
- Schultz, M., J. Mouritsen, and G. Gabrielsen (2001) Sticky Reputation: Analyzing a Ranking System, *Corporate Reputation Review*, Vol. 6, No. 1, pp.24-41.
- Stacks, D. W., M. D. Dodd, and L. R. Men (2013) Corporate Reputation Measurement and Evaluation, in *Handbook of Communication and Corporate Reputation*, First ed. Edited by Crig E. Carroll, pp.561-573.
- Surroca, J., J. A. Tribo, and S. Waddock (2010) Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources, *Strategic Management Journal*, Vol. 31, pp.463-490.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997) The Corporate Social Performance Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, Vol. 18, Issue 4, pp.303-319.
- Weiss, A. M., E. Anderson, and D. J. MacInnis (1999) Reputation Management as a Motivation for sales Structure Decisions, *Journal of Marketing*, Vol. 63, pp.74-89.
- 伊藤和憲・関谷浩行・櫻井通晴 (2014) 「コーポレート・レピュテーションによる財務業績への影響」『会計プロGRESS』第15巻, pp.1-12.
- 小田切宏之 (2010) 『企業経済学第2版』東洋経済印刷。
- 櫻井通晴 (2008) 『コーポレート・レピュテーション』中央経済社。
- 櫻井通晴 (2011) 『コーポレート・レピュテーションの測定と管理—「企業の評判管理」の理論とケース・スタディー』同文館出版。